

中国国际金融中心崛起与沪港竞合关系分析

高洪民

内容提要 本文以全球性金融危机和中国经济崛起为基本背景,探讨了中国可能出现全球性重要国际金融中心的理论依据,并且认为,虽然当前香港的微观金融市场条件超过上海,但从长期看,在宏观基础性因素和政策性因素等基本因素的作用下,上海可能成长为比香港更为重要的国际金融中心。同时以上述分析为基础,进一步研究了沪港未来金融发展可能出现的基本竞合结构及双方各自的战略取向。

关键词 国际金融中心 人民币区域化 沪港竞争与合作

作者单位 上海社会科学院世界经济研究所

中图分类号: F831.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-6964[2009]10-090923-0721

近年来,中国作为大国的崛起引人瞩目。经济的崛起通常与金融的崛起相互作用,特别是2009年上半年中国政府在全球经济金融发生重大变动的背景下推出了加快推进上海国际金融中心建设、推动人民币区域化等战略措施后,客观上使得沪港之间金融中心建设的竞争更趋激烈^①。中国可能出现全球性重要的国际金融中心吗?其基本决定因素有哪些?沪港之间竞争与合作的基本结构应是怎样的?双方各自的长期战略取向如何?双方如何在竞争中展开有效合作?本文试图从理论与现实相结合的角度简要地回答上述问题。

一、中国可能出现全球性重要国际金融中心的理论依据

从微观角度看,规模经济(economies of scale)、范围经济(economies of scope)和集聚经济(economies of agglomeration)一般被认为是金融中心产生金融集聚的重要推动力;从宏观角度看,产生于20世纪70年代的需求供给理论在解释金融中心形成和发展的原因上具有较强的解释力^②。综合现有中外文献关于金融中心形成和发展的诸多理论,并结合金融中心发展史,我们认为,在当前的金融全球化时代,对于国际金融中心形成内因的阐释,可概括为以下三项基本因素的相互作用:基础性因素(金融需求)、政策性因素(金融供给)和市场效率因素(金融创新)^③。其中,金融需求与金融中心所在国(或经济区)的经济规模和经济增长趋势直接相

关^④。通常情况下,在经济增长过程中,货币存量和金融资产总量亦将与产出的增长同方向增长,在此过程中,企业和居民的金融需求起着核心作用^⑤。在市场经济条件下,虽然金融供给同样主要是微观市场机制作用的结果^⑥,但对中国这样的转轨经济国家来说,经济和金融政策显然对金融产品的供给起着直接的约束和引导作用,并由此影响和决定着金融市场发展的方向、深度和广度^⑦。除上述两项基本因素的作用外,在当代金

① 在本次危机中,中国金融市场发展的相对封闭性显然对于隔离外部冲击起到了重要作用;但也同时表明,其发展的相对滞后性、缺乏深度、广度和应有的开放度,以及在未来金融开放条件下缺乏应对外部冲击的充分弹性,对于未来中国的经济安全和金融崛起同样也是不利的。因此,从总的方面看,目前在努力保持适当经济增长速度的前提下,可控地、有步骤地(甚至在某些重要领域)加快推进金融开放和深化水平,仍是必要的。其中,上海和香港显然是特殊而重要的先行区和试验区。

② 参见 Scholey (1987), Davis (1990), Bindemann (1999) 及上海财经大学现代金融研究中心、上海财经大学金融学院(2007)第二章。

③ 具体解释请进一步参见高洪民(2008, 2009)。

④ 这里强调金融中心所在国(或经济区)经济规模的重要性,显然也涉及到地理位置对形成金融中心的作用等问题。当代技术缩短时空范围的革命性发展以及金融产品的标准化、电子化发展,使得功能强大的金融中心可能对全球金融资源实施跨国界、跨区域整合,但金融中心的形成显然远没有达到“地理的终结”,一个国家(或经济区)的经济和金融总量对于金融中心的形成和发展来说仍起着基础性作用。

⑤ 例如,各主要货币理论都与货币需求和资产选择理论密切相关。显然,我们这里的讨论,一方面涉及到与实体经济增长有关的货币需求的增加,另一方面则主要涉及到与资产选择相关的金融产品需求的增加。

⑥ 这里的金融供给主要考虑的是与金融中心微观市场发展有关的金融产品的供给,而非与货币政策有关的货币供应等问题。

⑦ 例如,中国政府对资本项目和人民币自由兑换的管制与放松以及对上海、天津等城市赋予金融改革和开放的先行先试权等政策措施的实施都属此范畴。

融条件下,以金融创新为核心的金融市场效率的提升和改进也成为金融中心集聚金融资源的重要推动力^①。因此,从总的方面看,特别对中国这样的转轨国家发展金融中心来说,三项因素将相互作用,其动态演进过程将融入到金融中心发展的各个阶段。

如果以历史的大视野对金融中心的发展阶段进行重新划分,那么自20世纪90年代经济金融全球化加速推进以来的这段时期,完全可被归入第三个发展阶段^②。因为自此以后,全球生产格局、经济运行和增长方式发生了深刻变化,生产要素的国际流动使得新兴市场国家和发展中国家在全球生产、贸易与投资格局中的地位显著增强。与此密切相关的是,这些国家和地区(特别是东亚)的金融深化水平亦在迅速提高,金融总量大幅增长,为该区域发生金融集聚的跃迁提供了基础性前提。尽管当前仍在持续的金融危机对全球金融体系造成重大冲击,但危机过后,金融中心形成和发展的基本规律并不会发生根本性改变,在中国经济可能率先走出危机影响并实现较高增长速度的带动下,亚洲经济金融中心的发展有望延续危机前出现的发展态势。2010年中国GDP可望超过日本,成为世界第二大经济体。随着人民币区域化、国际化战略的逐步实施,在巨大的经济规模和潜在巨大金融总量的支撑下,在中国逐渐形成具有全球影响力的重要国际金融中心甚至全球性金融中心是一种必然的趋势。在众多候选城市中,上海与香港被国内外公认为是最具潜力的两座城市。

二、沪港金融集聚潜力比较: 基于三项基本因素的分析

伦敦金融城曾在2005年度的金融中心竞争力报告中预测上海可能成为第三个全球性金融中心,但在其2007年度的报告中则又认为,香港最有潜力成长为全球性金融中心。

表1是基于上述理论分析,对可能影响沪港两地未来金融集聚力的三项基础性因素所作的简要分析比较。从这些分析中,我们可大致得出以下基本结论:

第一,从长期看,上海可能发展为比香港更具影响力的国际金融中心^③。其基本理由在于:(1)上海直接处于中国经济腹地,其金融市场交易容量的扩张和范围的扩展,直接源于中国未来巨大的经济规模和内外交易可能产生的巨额资本流量;而香港虽然背靠中国内地,但毕竟与内地存在境内外之别。(2)立足于国家的长期战略利益,中国的“强政府”驱动机制在推动上海构建全球资源定价和配置型金融中心过程中将始终发挥

重要作用^④。(3)上海的金融市场直接以人民币本位货币交易为基础,在人民币可能发展为未来重要国际货币的过程中,上海无疑比香港更具优势。除非香港未来也实施人民币本位制^⑤,才可能在一定程度上弱化这一重要因素对其造成的不利影响。但在实施之前的阶段,中国正处于金融改革、深化、开放和金融总量高速增长的关键时期,在该时期,上海的金融集聚也同样处于跃迁式发展的关键阶段。

第二,全球性金融危机的爆发,将进一步提升上海在全球金融体系中的地位。本次发达国家大规模金融危机的爆发,使得全球经济力量进一步向东方转移。可以预见的是,危机前世界经济出现的非均衡发展模式在危机过后的短时期内并不会发生根本性改变。危机过后,若中国经济长期内仍能保持较高的增长速度,并不断增加对外投资规模,则中国实体经济与外部的联系还将进一步加深,由此与外部世界的金融联系也将进一步加强。另外,中国人均GDP已超过3000美元,随着中国国内金融深化和金融发展的进一步深入,中国的金融总量也将持续增加。上海目前已形成符合现代金融市场和未来金融中心发展方向的相对健全的金融结构和金融市场体系。总体来看,上述宏观、微观综合因素的

① 资本市场的发展在当代金融中心的竞争中起着日益重要的作用,微观金融市场发达的金融中心,其大量的金融交易使得交易成本降低,流动性增强,交易规模趋于增大,我们将其称为金融系统极化效应。另外,本次危机过后,金融市场参与者实施更具主动性、动态化的风险管理,可能成为实现未来金融稳定的一种重要的内生机制(蒂尔曼,2009),这显然也与微观金融市场的发展状况密切相关,并进而影响到金融中心的竞争力。

② 前两个历史阶段是:第一阶段从欧洲商业革命开始,即从威尼斯等最早的国际金融中心开始形成到英国发生第一次工业革命,这段时期以威尼斯和阿姆斯特丹为代表;第二阶段为此后直至20世纪80年代末的一段历史时期,国际金融中心主要集中在传统发达工业国的少数城市(如伦敦、纽约和东京),它们在世界经济中发挥着举足轻重的作用。

③ 全球性金融中心这一概念通常是从交易的性质来看的,即在该金融中心中,从事金融交易的主体可来自全球范围,其所运用的金融工具也具有全球性。例如,纽约和伦敦是当前公认的两个全球性金融中心。不过二者的性质仍具差异性:纽约的金融市场虽也具有较高的国际化程度,但因美国本身的经济总量巨大,故其更多地是服务于美国本土经济;伦敦金融市场的国际化程度更高,但需注意的是,伦敦的金融交易仍主要集中在欧洲经济区,这显然与该区经济金融高度自由化和一体化密切相关。因此,从纽约和伦敦的发展中也可看出本文所论的基础性宏观因素对金融集聚所起到的决定性作用。但从另一方面看,近年来(特别是全球性金融危机爆发之前),伦敦也一直以其微观金融市场所具有的优势,力图将金融集聚和辐射的范围在更大的程度上扩展到全球范围,特别是扩展到亚洲区实现高速增长的新兴市场国家和发展中国家。

④ 这里的“强政府”事实上包括国家、上海市和浦东新区政府三级层次,国家的一级战略层次无疑是最为重要的。但在中国的经济社会体制下,市级和区级层次直接推动机制也同样发挥着重要作用,例如,上海市2009年5月和8月先后推出了《关于推进“两个中心”建设实施意见》和《上海市促进国际金融中心建设条例》,浦东新区政府也在金融相关重点改革和创新领域制定了系统性推进计划。

⑤ 虽然存在着这种可能性,但显然短期内还难以付诸实施。

作用必将进一步提升上海金融市场的集聚力。而香港未来金融地位的变化,则主要取决于其未来与中国内地实体经济联系的密切程度以及利用现有微观金融市场优势实施金融市场全球化战略的能力和程度。

表 1 沪港金融中心发展的三项基本因素比较

基本因素	上海	香港
基础性因素	A. 立足内地,金融需求直接源于中国未来巨大的经济规模和内外交易可能产生的巨额资本流量; B. 以人民币为本位货币; C. 处于长三角经济区; D. 构建国际贸易、航运和金融中心。	A. 背靠内地,与内地存在境内外区别; B. 以港币为本位货币,货币体系相对独立; C. 毗邻珠三角经济区; D. 亚太区航运、贸易和金融中心。
政策性因素	A. 受转轨经济政策制约,拥有金融“先行先试”权; B. 作为国家战略,以“强政府”为主导、国有性质金融机构为主体推动金融深化和金融的国际化。	A. 金融市场自由、开放,政府对市场有一定引导作用; B. 在与内地相关的金融创新和发展等领域,一定程度上受内地政策和国家安全利益的约束 ^① 。
市场效率因素	A. 建立了较完善的现代金融机构和金融市场体系; B. 以金融需求为导向,以政府主导和金融机构主动创新“双引擎”推动金融改革、开放和创新; C. 金融市场规模快速扩张,但不规范,市场结构和产品结构失衡,国际化程度低 ^② ; D. 金融人才、监管、税收等环境处于完善过程中,监管过度与不完善并存。	A. 金融产品丰富,金融衍生品市场发达,市场创新能力强,金融市场的开放度、自由度、完善程度在全球具有重要影响力; B. 债券市场发展相对滞后,但在亚洲仍占据重要地位。 C. 金融人才、监管、税收等环境较完善。

第三,上海与香港如何从国家战略高度展开互利、互补而又有效的实质性合作,对于提升中国在未来全球金融领域的战略地位,具有重要意义。但从现状看,沪港间的竞争远大于合作,即使双方有合作的意愿,但实质性的合作领域和合作渠道仍非常有限,这是亟待研究的一项重大课题。

三、沪港竞合发展的基本结构与双方未来发展的战略取向

由于内地的经济和金融发展始终是在渐进式转型和金融管制与逐步放松管制的大背景下进行的,香港背

靠内地的金融发展战略就需要不断地寻找突破口和链接点,在实现与内地最大程度的经济和金融联系中不断提高其金融中心在全球范围内的竞争力。但目前在内陆资本市场没有完全开放的情况下,沪港两地的金融市场相对隔离、各自为战的竞争趋势十分明显。

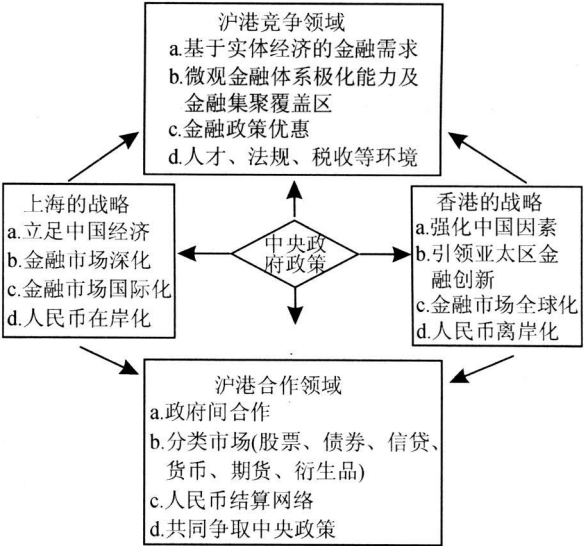


图 1 沪港竞合发展的总体结构

图 1 从总体上展示了沪港未来金融中心发展及其竞争与合作所应具有的基本结构。总起来看,有如下主要特点:

第一,上海金融中心发展的战略取向是以中国实体经济发展及其与外部不断增强的经济联系为基础,向内部金融深化与外部金融国际化两个基本方向发展^③。而香港的战略方向则应着重向强化与内地实体经济的联系以及运用其微观市场优势推动金融市场全球化这两个基本方向发展^④。

第二,沪港两地虽然存在着境内外区别,但无论其

① 例如,在与内地资本市场相关的金融衍生品创新、与人民币国际化发展有关的金融基础设施建设和产品创新等相关领域都受到一定程度的约束。
② 例如,信贷市场虽然平稳快速发展,但主要服务于上海本地经济,向外辐射力严重不足;与股票市场相比,债券市场发展相对滞后;金融产品不丰富,缺乏深度和广度,特别是衍生品市场发展不足,限制了对金融产品的定价能力。从金融市场开放度来看,除借助于 QFII 制度(受额度限制)外,一般的国外投资者尚不能在上海的金融市场开展投融资业务。
③ 具体包括:在与“三中心”(金融、航运、贸易)和“两业”(先进制造业、现代服务业)发展的结合中,与金融改革和开放的步伐相适应,强化基础性金融创新,深化和拓展金融市场的深度与广度,推动金融机构、金融市场和纸币的国际化(刘志明等,2008);在推动人民币区域化过程中,建设人民币清算中心和人民币金融产品中心。
④ 例如,近期香港不断加强与深圳和珠三角经济区的合作,在促进人民币区域化过程中全方位构建人民币离岸金融中心,但总体来看,香港金融市场向全球化方向发展的努力仍显不足。

各自战略的实施还是双方竞争与合作的领域,都受内地政策的影响和约束。上海一般直接受其约束,而香港在实施与内地市场相关的金融创新时,往往也需内地政策的支持。

第三,全球性金融危机的爆发为推进人民币区域化进而实现人民币国际化提供了难得的历史性机遇^①,也为上海未来金融容量的扩大和金融集聚范围在全球的扩展提供了巨大的发展空间,香港各界对其金融中心地位可能相对弱化并被上海超越日渐担心。虽然当前推行的跨境贸易结算也为香港扩展了人民币金融市场,并由此推动其与内地和周边国家的贸易和金融发展提供了契机,但从总的方面看,沪港之间仍存在着以下显著差异:(1)如上所述,上海金融业的发展直接以中国巨大的实体经济规模和未来金融发展的巨大潜力做支撑,而香港与此的联系毕竟具有较大程度的间接性^②;(2)出于货币控制和维护未来人民币金融产品国内定价权等方面的考虑,目前建立的沪港两地人民币清算和结算机制仍存在一定差别^③;(3)目前,香港的人民币存量与流通量仍较有限^④,人民币的投资渠道十分缺乏,虽然人民币债券(包括企业债券和国债)的供给有所突破和发展,但在香港发债以促使人民币回流的意图仍占主要方面。由于国内宏观调控能力和货币控制能力仍不强,传统信用渠道在货币政策传导中仍处于主导地位,优先发展上海和内地的人民币金融市场总体上有利于国内经济的稳定,因此,香港人民币市场的发展在一个较长的时期内仍将受到约束。

四、结论性评论

虽然在伦敦金融城 2007 年度的报告中,香港金融中心的竞争力高居全球第三位,但从该报告大类指标的设置方法看^⑤,并未将本文所强调的宏观基础性因素作为核心指标纳入其指标体系。金融中心史和当代金融中心发展的特点和规律表明,宏观基础性因素、政策性因素和微观金融市场效率因素都将在不同的层面和程度上影响和决定金融中心的形成和发展过程。上海金融市场的发展及其短期内所显示的强大金融集聚能力,已初步显现其赶超香港等发达金融中心的整体趋势。当前香港的目标定位更希望发展成为类似于伦敦的全球性金融中心。根据本文的分析,在强化中国因素的同时不断将金融集聚覆盖面扩展到亚洲和全球范围,对于香港实现这一战略目标具有重要意义。

当前沪港之间的竞争虽然有利于双方金融市场效

率的提高,但缺乏实质性合作的过度竞争并不符合中国金融崛起的整体利益。目前传统发达国家资本市场跨国界、跨洲之间的融合发展已显示出当代金融市场发展的一系列新趋势、新特点,沪港之间在金融竞争中如何实现有效的联合和共同发展,成为当前难以回避的一个重要课题。

参考文献

- [1] 高洪民. 金融全球化与中国国际金融中心的发展[J]. 世界经济研究, 2008(8).
- [2] 高洪民. 国际金融中心未来竞争趋势与上海的战略选择[J]. 财经研究, 2009(7).
- [3] [美]里奥 M·蒂尔曼. 金融进化论[M]. (中译本), 机械工业出版社, 2009.
- [4] 刘志明等. 金融国际化——理论、经验和政策[M]. 北京: 中国金融出版社, 2008.
- [5] 上海财经大学现代金融研究中心, 上海财经大学金融学院. 2007中国金融发展报告——建设上海国际金融中心专题研究[M]. 上海财经大学出版社, 2007.
- [6] Bindemann K. The Future of European Financial Centres [M]. London: Routledge, 1999.
- [7] Davis E. P. International financial centers: An industrial analysis [J]. London: Bank of England Discussion Paper, 1990 (51): 1-23.
- [8] Scholey D. Essential features of international financial centers [J]. In International Financial Centers: Structure, Achievements and Prospects. Proceedings of the 40th International Banking Summer School, 1987: 11-24.

(责任编辑: 王丽娟)

Contents & Abstracts

Trade Method, Production Control and Transition and Upgrading of Enterprises in the Processing Trade

Shen Yuliang Sun Churen Xu Meina (3)

The way of production control in the processing trade, not only relating to the trade method, but also to the nature of ownership, is the basis of enterprise's transition and upgrading. There are Suzhou model, Dongguan model and Jiangsu model, predominantly the first one, in the processing trade throughout the country, which fundamentally decides the transition and upgrading path of enterprises. We, however, can not neglect the role of private enterprises with the right to sale in the processing trade when considering the enterprise's transition and upgrading.

Global Value Chains and China's Manufacturing Industry

Zhang Yangui Chen Xiaoyan (8)

This paper discusses the global value chains theories of TNCs. The writers replenish the types of global commodity chains, they expand the traditional two types of global commodity chains into the new three types. The expansion is beneficial to improvements in the making of China's FDI policies which are in conformity with the industrial practices. The paper expounds that liberalization of inward FDI policy is in perfect with the given triangle relations of production. The paper revises the predecessors' chain thesis of "6+1" as "7+1".

The Influencing Factors of Social Discount Rate in BRICs

Hao Qunjie Zou Xiaoyuan (14)

Social discount rate (SDR) is very important in the decisionmaking progress of public investment project, while it is different in different countries or different economic stages of one country. The extent of development of financial market and the scarcity of capital, economic growth rate and the inflation rate are the main influence factors on SDR. The major factors are contrasted and analyzed in this paper with the data of BRICs (Brazil, Russia, India and China) from 1997 to 2006. Rapid economic growth accounts for the high SDR in China and India, meanwhile, because of lower interest rate and inflation rate, China's SDR is lower than India. For high SDR in Russia, high inflation rate is the main reason, and in Brazil, it is the high market interest rate. However, due to the low economic growth rate, Brazil choose the lowest SDR in BRICs.

Trade Patterns and Incomplete Exchange Rate Pass through: Explanations based on an Extended Cournot Model

Qu ZhaoGuang Wu Dongli (18)

In this paper, we demonstrated the relationship between trade patterns and incomplete exchange rate pass through based on an extended Cournot model. First of all, to solve a puzzle that China's trade volume and surplus continued to increase in size in the context of RMB appreciation, this paper analyzed China's trade patterns, export structure, and its role played in the international production value chain. We look into the effects of the vertical inter-industry trade patterns and export structure that intermediate goods account for a larger proportion on the size of RMB exchange rate pass through. Secondly, we extended the Cournot model that have been used by Dornbusch, via introduced trade patterns variable. The model analysis shows that industry market structure, market position of domestic suppliers and trade patterns had significant effects on the size of exchange rate pass through into export prices. Finally, we came to conclusions and proposed some appropriate policy recommendations.

On the Rise of China's International Financial Center & the Competition and Cooperation Relationships between Shanghai and Hong Kong

Gao Hongmin (23)

On the background of the global financial crisis and China's economic rise, the paper theoretically analyses the basic reasons why the world major international financial centers will possibly rise in China. It suggests that although Hong Kong's micro-

finance market is now more developed than that of Shanghai in the long term Shanghai will probably become an more important international financial center than Hong Kong under the combined interaction of basic macro factors and policy-related factors. Based on the theoretical analysis above, the paper specifically explores the possible competition and cooperation structures between Shanghai and Hong Kong and their respective development strategies in their future developments.

Analysis on China's Foreign Trade Situation and Developmental Strategy Under the Circumstance of Global Financial Crisis

Cui Dahu (27)

The development condition of China's foreign trade has changed because of the decline in outside demand and the rise of trade protectionism under the circumstance of global financial crisis. The paper analyses the China's foreign trade situation and then researches the development strategy. Considering the complexity and stern of the financial crisis China should take the measures to adjust its trade structure and promote technological innovation in order to deal with the exterior impact effectively in opening economy.

The Impact of International Crude Oil Price Shocks on China's Economy: An Empirical Analysis based on SVAR Model

Liu Jian Jiang Diunchun (33)

In recent years, the fluctuation of international crude oil prices is beyond the level of expectations. With the continuous development of economy, the demand for crude oil of China is enhanced, and the effect of international crude oil price shocks on domestic economy has also become more and more important. Based on the monthly data from January 2003 to February 2009, this paper analyzed the impact of fluctuations in international crude oil prices on the domestic economy by an SVAR model. The results show that there exists an important lagged impact of the international oil price fluctuations on domestic economy. It is not only affect China's output growth in a direct way, but also indirectly affect the growth of output through the increased pressure on domestic inflation and then triggering a tightening of monetary policy implementation, and making fluctuations in the RMB exchange rate. But the latter effect is relatively lower.

The Periodicity of Protectionism: An Empirical Study on US and the Influences of Financial Crisis

Qu Shengning Yang Danhui (39)

It is widely worried that world trade environment will deteriorate with protectionism as a result of the financial crisis. This paper gives an empirical analysis on the periodical changes of US's trade policy during the time of 1970~2008 and discusses the effects of the "Buy American" initiated as part of the economic stimulus package raised by the US new president Barack Obama. Some counter measures are also put forward for the Chinese government and export companies to deal with trade protectionism so as to quickly get over the current downturn of export.

Relative Technical Change of China's Export

Zheng Zhaoyang Meng Meng (45)

This paper tries to establish a new method to analyze technical level of international trade. Using trade data of SITC 3 digit level, this paper analyzes structure and trend of China's export by international comparison. First, this paper establishes a new indicator system to analyze technical level of international trade under globalization. Second, using data from 1992 to 2006, this paper analyses technical change of China's export from many aspects and get the following conclusions. The structure of China's export has improved. The technical level of China's export improved steadily and converged at world average level slightly while the technical level of other economies changed irregularly. Compared with other economies in East Asia, China still exports products of low technical level.

Regional Difference of OFDI's Impact on Domestic Capital Formation and Its Threshold Effect

Qi Jianhong Wei Qingguang (53)

As for the question whether the rapidly growing OFDI will crowds out the policy of boosting domestic demand during international financial crisis, this paper firstly carries out empirical analysis by applying the panel data of China from 2003 to 2007. The